Wolf A. Tönnes (Hrsg.)

Unternehmensbewertung

Festschrift für Bernhard Großfeld
zum 85. Geburtstag

Sonderdruck aus:

Unternehmensbewertung

Festschrift für Bernhard Großfeld
zum 85. Geburtstag

Herausgegeben von

Wolf A. Tönnes

C.F. Müller

RALPH BECKMANN UND KAREN KRÄMER

Unternehmensbewertung in der Finanzierungspraxis der Banken

Abstraktes und Bildhaftes

Inhaltsübersicht

I. Berührungspunkte
1. Die verschiedenen Anlässe
a) Unternehmenskauf und ähnliche Anlässe
b) Unternehmensanteile als Sicherheit
2. Unternehmensbewertung in der Praxis
a) Bewertungsmethoden
aa) Substanz- und Liquidationswert
bb) Ertragswert und Discounted-Cash-Flow-Verfahren
cc) Multiplikatorenverfahren
b) Die Anwendung des Ertragswertverfahrens und der DCF-Methode
aa) Planung und historische Zahlen
bb) Finanzierungshorizont
cc) Kritik und Anregungen
II. Einfluss auf die Finanzierungsbedingungen
1. Unternehmenswert als primäres Finanzierungskriterium
2. Unternehmenswert als sekundäres Finanzierungskriterium
III. Einfluss auf die Kundenbeziehung
1. Risikoeinschätzung
2. Weiteres Cross-Selling
3. Kundenbindung
IV. Zusammenfassung

Bei der 382. Sitzung der Nordrhein-Westfälischen Akademie der Wissenschaften am 15. März 1995 hielt Bernhard Großfeld einen Vortrag mit dem Titel „Bildhaftes Rechtsdenken". Darin beschäftigte er sich mit den Diskrepanzen zwischen der in Worten und Zahlen manifestierten Genauigkeit unserer Weltordnung, ausgedrückt durch den Buchstaben des Gesetzes und den Lebenssachverhalten, die unser Recht eigentlich regeln soll. In dem später aus diesem vielbeachteten Vortrag entstandenen Buch[1] *lesen wir:*

> „Damit kommen wir zurück auf die umfassende mathematische-geometrische Sicht der Aufklärung als Basis unserer Methode, Gesetzgebung, Gesetzesauslegung und -vermittlung. Ist die Basis so sicher, ist sie so lebensnah, wie wir gemeinhin denken?"[2]

Viele der in diesem für Juristen und Nichtjuristen lesenswerten Band geäußerten Gedanken und Argumente treffen auf das Thema unseres Beitrags für diese Festschrift zu. Bernhard Großfeld beschäftigt sich seit Jahrzehnten mit den Herausforderungen der Unternehmensbewertung und viele Publikationen auf diesem Gebiet sind der eindrucksvolle Beweis dafür. Während die Wirtschaftswissenschaftler sich darum bemühen, die Bewertung von Unternehmen sehr genau und „richtig" durchzuführen und dafür eine Vielzahl von Theorien entwickelt haben, sind die Autoren dieses Beitrags als Banker häufig vor die Frage gestellt, ob die daraus abgeleiteten Formeln und Regeln dem Sachverhalt einer Unternehmensbewertung ausreichend praktisch und vor allem auch effizient gerecht wer-

1 *Großfeld*, Bildhaftes Rechtsdenken, Recht als bejahte Ordnung, hrsg. v. Nordrhein-Westfälische Akademie der Wissenschaften, 1995 (zit. *Großfeld*, Bildhaftes Rechtsdenken).
2 *Großfeld*, Bildhaftes Rechtsdenken, 1995, S. 30.

den. In einigen Fällen ist es uns gelungen, nach einer Betriebsbesichtigung, der Beschreibung des Geschäftsmodells und der Einsicht in die aktuelle Bilanz in sehr kurzer Zeit einen überschlägigen Unternehmenswert zu ermitteln, der von den späteren Berechnungen kaum mehr als zehn Prozent abwich. Wir Banker legen also gefühlt weniger Abstraktes, sondern mehr Bildhaftes auf die Waage und sind dennoch bemüht, das Gleichgewicht zu halten. Gerade darin liegt für uns auch der Reiz dieses Beitrags. Es geht uns nicht darum, die vielen Ansätze der Unternehmensbewertung weiter zu verfeinern, schon gar nicht, den vielen Theorien eine weitere hinzuzufügen, was man uns als Juristen auch gar nicht abnehmen würde. Vielmehr ist es uns ein Anliegen, die Sichtweise einer Bank auf die Unternehmensbewertung darzustellen und damit den Fokus der Leser auf einen praktischen Aspekt der Unternehmensbewertung zu lenken. Doch an welchen Stellen gibt es bei der Arbeit einer Bank überhaupt Berührungspunkte mit der Kunst, ein Unternehmen zu bewerten?

I. Berührungspunkte

Die Berührungspunkte der Bankarbeit mit der Unternehmensbewertung sind vielfältiger als gemeinhin bekannt. Sie reichen vom Privatkundengeschäft über das Firmenkundengeschäft bis hin zum Investment Banking. Im Segment Private Kunden steht hinter jeder Anlageempfehlung der Bank ein Research zu den jeweiligen Wertpapieren, d. h. es wird untersucht, ob bspw. der Kurs einer Aktie gerechtfertigt ist und wie er sich wohl entwickeln könnte oder ob die Verschuldenskapazität eines Unternehmens die Neuemission einer Anleihe in der beabsichtigten Höhe verkraftet. Hinter all diesen Überlegungen steht eine Unternehmensbewertung. Im Investment Banking drehen sich die Geschäfte häufig um den Kauf und den Verkauf von Unternehmen oder Unternehmensteilen. Hierbei ist es eminent wichtig zu wissen, ob der verlangte oder der gebotene Kaufpreis gerechtfertigt ist und wie demzufolge die Verhandlungsstrategie mit der Gegenpartei aussehen muss. Auch das Firmenkundengeschäft hat Berührungspunkte zur Unternehmensbewertung. In diesen Fällen suchen Kunden – seien es natürliche Personen oder Unternehmen – Finanzierungen, die entweder dem Erwerb oder dem Betrieb eines Unternehmens dienen. In unserem Beitrag wollen wir uns auf die Berührungspunkte im Zusammenhang mit Finanzierungen beschränken und die Aspekte der Unternehmensbewertung im Research und in den Abteilungen des Investment Banking außer Acht lassen. Bei der Betrachtung der Finanzierungspraxis soll es jedoch einerlei sein, ob der Kunde, der die Finanzierung benötigt, eine natürliche Person, d. h. in der Betrachtung der Bank ein privater Kunde oder ein Unternehmen, zumeist eine Gesellschaft, im Sprachgebrauch der Bank also ein Firmenkunde ist.

1. Die verschiedenen Anlässe

Beim Unternehmenskauf liegt der Zusammenhang mit der Unternehmensbewertung auf der Hand. Hier geht es darum, ob der Unternehmenswert den Kaufpreis rechtfertigt und damit die Gewähr dafür bietet, dass hinter dem Kredit ein realer Gegenwert steht. Bei den übrigen Unternehmensfinanzierungen ist der Zusammenhang nicht ganz so offensichtlich, denn er ist eher reziprok. Bei diesen Krediten ist zu beurteilen, ob der vom Unternehmen

geplante Cashflow den Kredit bedienen kann und der Cashflow wiederum ist die Basis für die Berechnung des Unternehmenswerts. Diese Betrachtung ist insbesondere dann von Bedeutung, wenn der oder die Gesellschafter des Unternehmens anbieten, den Kredit mit ihren Anteilen zu besichern.

a) Unternehmenskauf und ähnliche Anlässe

Für die Betrachtung im Zusammenhang mit der Finanzierung stehen dem klassischen Unternehmenskauf die Anlässe gleich, bei denen ein Manager des Unternehmens das Unternehmen erwerben möchte (Management Buy Out, kurz MBO) oder ein Manager, der in einem anderen Unternehmen seine Meriten erworben hat, sich einkaufen möchte (Management Buy In, kurz MBI) oder bei denen eine Privatperson ein neues Unternehmen gründen möchte. In diese Reihe der Anlässe gehören auch die Finanzierung einer Unternehmensnachfolge (sei es familienintern oder familienextern) und die Übernahme von Anteilen von Mitgesellschaftern. In all diesen Fällen steht ein Anteilskauf im Fokus.

In erster Linie hat die Bank ein großes Interesse daran, dass mit dem Kredit ein realer Wert finanziert wird. Dies gilt auch dann, wenn die Finanzierung nicht mit den Unternehmensanteilen besichert wird. Hinzu kommt, dass solche Kredite regelmäßig genau an die Bedürfnisse des Kunden angepasst werden. Dabei wird eine komplexe Struktur in Bezug auf die Kreditkomponenten, öffentliche Fördermittel, Tranchen mit unterschiedlichen Laufzeiten und Eigenkapitalanteile und die damit verbundenen Konditionen erarbeitet. Dem Kunden wird i. R. dieser Verhandlungen schnell klar, dass die Bank nicht mehr als den Marktwert der Anteile finanziert. Zudem sind die Gespräche mit den Kunden nicht nur Verhandlungen, sondern in erster Linie Beratungen. Somit erfolgt mit einer Kreditzusage auch – zumindest konkludent – eine Bestätigung des Kaufpreises durch die Bank. Sollte sich dieser später als überhöht herausstellen, ist es zumindest eine unangenehme Situation mit dem Kunden, im Extremfall ist von der Bank eine Schadenersatzforderung abzuwehren. Somit ist es in jedem Fall ratsam, sich anlässlich der Finanzierung Gedanken über den Unternehmenswert zu machen. Dies gilt umso mehr, wenn die erworbenen Anteile als Sicherheit dienen sollen.

b) Unternehmensanteile als Sicherheit

Mit Ausnahme von Aktiengesellschaften[3] können die zu kaufenden Anteile auch zur Besicherung des Kredits dienen. In jedem Fall gilt das für die Anteile, die der Käufer bereits vor dem zu finanzierenden Kauf besitzt. Die folgenden Erwägungen gelten natürlich auch für die Fälle, bei denen der Finanzierungszweck zwar kein Anteilskauf ist, aber die Finanzierung vom Kreditnehmer oder einem Dritten mit Unternehmensanteilen besichert werden soll. Für die Bank geht es nun um die Werthaltigkeit ihrer Sicherheit. Ohne weitere Erklärung wird der Kunde dabei den Eindruck gewinnen, die Bank wolle lediglich ihr

3 Grundsätzlich gemäß § 71a AktG, allerdings verlangt der BGH einen Zusammenhang zwischen der Besicherung und dem Erwerb, s. BGH, Urt. v. 10.1.2017 – II ZR 94/15, BGHZ 213, 224 = ZIP 2017, 472.

Risiko so gering wie möglich halten oder sich durch die Anteilsverpfändung einen Einfluss auf das Unternehmen sichern. Beides ist in der Einfachheit der Aussage falsch. Ein möglichst geringes Risiko hilft der Bank zwar auch im Verwertungsfall, macht aber vielfach eine positive Kreditentscheidung erst möglich. Daneben reduziert eine werthaltige Sicherheit den Blankoanteil des Kredits und senkt damit die kalkulatorischen Risikokosten der Bank. Dies wirkt sich wiederum positiv auf die Konditionen aus, da der Zinssatz das Ergebnis eines „risikoadjustierten Pricings"[4] sein muss. Somit zahlt sich für den Kunden eine Besicherung durch die Anteilsverpfändung aus, da sie die Wahrscheinlichkeit einer Genehmigung erhöht und den Zins senkt. Das trifft natürlich auch für jede andere Sicherheit zu, die der Kunde zur Verfügung hat.

Auch eine Einflussnahme durch die Bank im Zusammenhang mit einer Anteilsverpfändung ist im Regelfall nicht gewollt. Durch eine Komplettverpfändung mitsamt den Stimmrechten erhält die Bank eine gesellschafterähnliche Stellung, die in einer Krise des Unternehmens zu weitreichenden Pflichten führen würde. Oftmals erfolgt eine Anteilsverpfändung zunächst ohne die mit den Anteilen verbundenen Stimmrechte, die erst im Falle eines Vertragsbruchs durch den Kunden und einer Rechtsausübung der Bank den Anteilen folgen. Ist die Besicherung so ausgestaltet, bietet sie dem Kunden Konditionsvorteile, ohne dass er eine Einflussnahme befürchten muss.

Nach dieser Darstellung, an welchen Stellen eine Bank mit Unternehmensbewertungen in Berührung kommen kann, ist klar, dass die Unternehmensbewertung für die Bank immer nur Mittel zum Zweck und nie Hauptleistung im Verhältnis mit dem Kunden ist. Es gibt also kein Bankprodukt „Unternehmensbewertung", mit dem die Bank Geld verdienen kann. Dennoch sind Unternehmensbewertungen immens wichtig für das Ankerprodukt „Kredit", so dass es lohnt, sich damit auseinander zu setzen. Deshalb scheint es besonders interessant, wie diese Bewertungen in der Praxis durchgeführt werden.

2. Unternehmensbewertung in der Praxis

Was ist der Wert eines Unternehmens? Diese Frage stellen sich nicht nur der Eigentümer eines Unternehmens, der sein Lebenswerk zwecks Altersabsicherung zu einem hohen Preis verkaufen will und der Erwerber desselben, der einen geringen Preis zahlen will, um die Rendite seiner Investition zu erhöhen. Auch die Bank, die den Nachfolger finanzieren soll oder eine Investition der Gesellschafter begleitet, geht dieser Frage nach.

Sind Unternehmenswert und Kaufpreis ein und dasselbe? Ein Unternehmen hat grundsätzlich keinen bestimmten und objektiven Wert,[5] sondern je nach Sichtweise einen individuellen subjektiven Wert.[6] Der Kaufpreis hingegen bildet sich durch Angebot und Nachfrage.

Der Gesetzgeber des Bürgerlichen Gesetzbuches (BGB) und des Grundgesetztes (GG) verwendet den Begriff Unternehmenswert nicht. Das Gesetz legt nur einmal ein Bewertungsverfahren fest. Bei der Bewertung land- und forstwirtschaftlicher Betriebe i. R. des

4 Die Regeln von „Basel II" verlangen eine risikoadäquate Preisgestaltung, was eine konkrete Berechnung des Ausfallrisikos nötig macht.
5 *Großfeld/Egger/Tönnes*, Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl. 2016, Rz. 180.
6 *Wollny*, Der objektive Unternehmenswert, 2. Aufl. 2010, S. 8.

Zugewinnausgleichs ist nach § 1376 Abs. 4 BGB der Ertragswert heranzuziehen. In anderen gesellschaftsrechtlichen, familienrechtlichen oder erbrechtlichen Bewertungsanlässen gibt der Gesetzgeber keine Bewertungsmethode vor. Das entbindet den Anwender der Norm jedoch nicht, sich mit Bewertungsmethoden zu befassen.

Ausgangspunkt der weiteren Überlegungen ist § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB, wonach dem Ausscheidenden

> „[...] dasjenige zu zahlen [ist], was er bei der Auseinandersetzung erhalten würde, wenn die Gesellschaft zur Zeit seines Ausscheidens aufgelöst worden wäre."

Die Bewertung beginnt also beim Unternehmen als Ganzem und stellt dann auf den einzelnen Anteil ab.[7] Allerdings wird das Unternehmen nicht aufgelöst, der Anteil des ausscheidenden Gesellschafters am Gesellschaftsvermögen „wächst den übrigen Gesellschaftern zu". Damit ist von einem fortbestehenden Unternehmen auszugehen. Schließlich spricht § 738 Abs. 2 BGB davon, dass bei Ausscheiden eines Gesellschafters

> „[...] der Wert des Gesellschaftsvermögens, soweit erforderlich, im Wege der Schätzung zu ermitteln [ist]".

Wie und auf Grundlage welcher Kriterien diese Schätzung erfolgen soll, sagt das Gesetz nicht.

Zusammenfassend lässt sich also sagen, dass (1) die Bewertung beim Unternehmen als Ganzem zu beginnen hat und (2) vom Fortbestand des Unternehmens auszugehen ist. Sodann ist (3) der Wert zu schätzen – nicht zu berechnen.[8] Damit sind wir bei den Methoden der Unternehmensbewertung.

a) Bewertungsmethoden

Es gibt viele Verfahren zur Unternehmensbewertung aber kein allgemein gültiges Bewertungsverfahren,[9] mit dessen Hilfe sich der Unternehmenswert eindeutig bestimmen lässt. Die Bewertungsverfahren lassen sich grob in Substanzwert-, Ertragswert- und vergleichswertorientierte Verfahren einteilen.

aa) Substanz- und Liquidationswert

Entscheidend für die finanzierende Bank ist die Fortführung des Unternehmens. Der Substanzwert als Rekonstruktionswert[10] und der Liquidationswert, der die Zerschlagung des Unternehmens abbildet,[11] scheiden mithin zur Wertbestimmung im Zusammenhang mit einer beantragten Finanzierung aus.

---

7 *Großfeld/Egger/Tönnes*, Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl. 2016, Rz. 55.
8 *Großfeld/Egger/Tönnes*, Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl. 2016, Rz. 209.
9 Das Grundgesetz schreibt weder eine bestimmte Bewertungsmethode, BVerfG, Beschl. v. 26.4.2011 – 1 BvR 2658/10, Rz. 23, BVerfGK 18, 395 = ZIP 2011, 1051, noch bestimmte Prognoseverfahren zur Einschätzung künftiger Erträge vor, BVerfG, Beschl. v. 24.5.2012 – 1 BvR 3221/10, Rz. 29, BVerfGK 19, 415 = ZIP 2012, 1656.
10 *Großfeld/Egger/Tönnes*, Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl. 2016, Rz. 318.
11 *Wollny*, Der objektive Unternehmenswert, 2. Aufl. 2010, S. 21.

bb) Ertragswert und Discounted-Cash-Flow-Verfahren

Eine Bank unterstellt keine Zerschlagung, sondern vielmehr eine (theoretisch) unbegrenzte Lebensdauer des zu finanzierenden Unternehmens und fragt: „Was verdient das Unternehmen im nächsten und in den darauf folgenden Jahren?". Sie stellt damit auf die nachhaltig erzielbaren Erträge ab, so dass sich Ertragswertmethode und das Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF) als sachgerecht erwiesen haben. Um zu wissen, wie sich der Cashflow in der Zukunft entwickeln wird, erwartet die Bank die Vorlage von Planzahlen. Die darin prognostizierten Zahlungsströme werden mit einem geeigneten Kapitalisierungszins auf den Bewertungsstichtag abgezinst und der Unternehmenswert als Barwert ermittelt.[12] Über die Eintrittswahrscheinlichkeiten entscheiden die Zahlen aus der Vergangenheit.[13]

Problematisch ist in diesem Zusammenhang die Finanzierung von sog. Start-up-Unternehmen bzw. Existenzgründern, da es für diese keine Vergangenheitswerte gibt. Vielfach werden solche Finanzierungsanfragen in der Bankpraxis nur wenig Gehör finden und wenn doch, dann wirkt sich die fehlende Historie negativ auf das Rating und damit auf die Kreditkonditionen aus. Die Antwort für das Start-up kann dann entweder Private Debt[14] oder Private Equity[15] lauten. Private Debt umfasst die Fremdkapitalfinanzierung durch „Nicht-Banken" wie Fonds, Pensionskassen, Versicherer oder Family Offices[16] – typischerweise über eine Laufzeit von bis zu sieben Jahren. Private Fremdkapitalinvestoren erhalten Zahlungen in Form von Zins und Tilgungen. Aktuell werden Private Debt-Finanzierungen mit ca. 8 % jährlich verzinst, Tendenz leicht fallend. Im Unterschied zu Private Debt handelt es sich bei Private Equity um Eigenkapitalfinanzierung. Der Private Equity-Investor, der damit am Unternehmen beteiligt ist, erhält eine jährliche Verzinsung seines eingebrachten Kapitals. Nach maximal sieben Jahren veräußert er seine Beteiligung und profitiert dann von der Wertsteigerung des Unternehmens.

cc) Multiplikatorenverfahren

Multiplikatorenverfahren gehören methodisch zu den Vergleichsverfahren. Sie leiten den Unternehmenswert des zu bewertenden Unternehmens entweder aus dem Marktpreis vergleichbarer, börsennotierter oder nicht börsennotierter Unternehmen ab oder ermitteln ihn

12 *Großfeld/Egger/Tönnes*, Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl. 2016, Rz. 176.
13 *Beckmann/Krämer* in: Wegmann/Wiesehahn, Unternehmensnachfolge, 2015, S. 180.
14 Engl.: „Private Debt", wörtlich „private Schulden", d. h. außerhalb des Bankensektors.
15 Der Oberbegriff Private Equity, also privates Beteiligungskapital, umfasst bspw. Venture Capital (Risikokapital), Crowdfunding (Gruppenfinanzierung, in der Regel durch Internetnutzer) und Inkubatoren.
16 Die Entwicklung in Großbritannien zeigt, dass sich Allianzen zwischen Debt-Fonds und Banken bilden, vgl. *Hedtstück*, Finance Magazin v. 16.3.2016, abrufbar unter https://www.finance-magazin.de/finanzierungen/alternative-finanzierungen/private-debt-banken-verbuenden-sich-mit-debt-fonds-1375761/ (Abrufdatum: 27.12.2018). Die *Berenberg Bank* ihrerseits lanciert einen Kreditfonds, der in einen Teil von Private-Debt-Finanzierungen investiert, vgl., *Hedtstück*, Finance Magazin v. 2.2. 2017, abrufbar unter https://www.finance-magazin.de/finanzierungen/alternative-finanzierungen/berenberg-baut-private-debt-geschaeft-aus-1396091/ (Abrufdatum: 27.12.2018).

auf Basis von Preisen, die i. R. von vergleichbaren Transaktionen zeitnah zum Bewertungsstichtag gezahlt wurden.[17] Als Bezugsgröße kommen bspw. EBIT (ordentliches Betriebsergebnis) oder Umsatz in Betracht. Lässt sich etwa aus Transaktionen ableiten, dass für ein Unternehmen in der Elektrotechnik und Elektronik das 7,5-fache des EBIT gezahlt wurde,[18] kann man diesen Faktor mit dem EBIT des in der gleichen Branche tätigen Zielunternehmens multiplizieren. Von diesem eigenkapitalfinanzierten Unternehmenswert sind die Finanzverbindlichkeiten abzuziehen.

Allerdings sollte der Anwender der Multiplikatorenmethode berücksichtigen, dass die Wertableitung entweder nur einen groben ersten Hinweis auf die Größenordnung des Unternehmenswerts gibt oder der Plausibilisierung eines durch eine andere Bewertungsmethode ermittelten Bewertungsergebnisses dient.[19] Für eine zuverlässige Bewertung und damit den effizienten Einsatz des zur Verfügung stehenden Kapitals ist die Multiplikatorenmethode nur bedingt geeignet, da immer die Frage nach der „nahtlosen" Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt im Raum steht.[20] Individuelle Werttreiber oder Risiken des betreffenden Unternehmens müssen bei der Wertableitung separat berücksichtigt werden.

Damit ist klar: Für eine Beurteilung im Zusammenhang mit einer Finanzierung kommen nur Verfahren in Betracht, die unterstellen, dass das Unternehmen fortgeführt wird, Substanz- und Liquidationswertverfahren scheiden damit aus. Die Multiplikatorenmethode geht schnell und ist in den Fällen, in denen das Unternehmen einer Standardbranche zuzuordnen und nicht zu klein ist, erstaunlich nah am Wert komplizierterer Methoden. Wirklich belastbar sind ertragsorientierte Verfahren, wie bspw. die Discounted-Cashflow-Methode (DCF-Methode).

b) Die Anwendung des Ertragswertverfahrens und der DCF-Methode

Die DCF-Methode setzt belastbare Planzahlen voraus, verifiziert diese mit den Vergangenheitswerten, betrachtet den erwarteten Cashflow über maximal sieben Jahre und begegnet trotz aller Vorzüge auch Kritik.

aa) Planung und historische Zahlen

Um zu wissen, wie sich der Cashflow in der Zukunft entwickeln wird, erwartet die Bank die Vorlage von Planzahlen. Diese sollten aus Plan-Bilanz und Plan-GuV bestehen, idealerweise für einen Zeitraum von sieben Jahren. Die Praxis begnügt sich in aller Regel mit einem Planungshorizont von drei bis fünf Jahren, der dann fortgeschrieben wird. Das ist nicht nur dem Umstand geschuldet, dass die Planungssicherheit von Unternehmen seit der Finanzkrise abgenommen hat, sondern ist auch ein Stück Resignation hinsichtlich der nicht gerade planungsfreudigen deutschen Unternehmer. Die Planzahlen werden dann verschiedenen Szenarien unterzogen. Zunächst dem Szenario des Käufers (sog. Management Case),

17 *Großfeld/Egger/Tönnes*, Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl. 2016, Rz. 1213.
18 Vgl. Finance Magazin, Finance Multiples – EBIT- und Umsatzmultiplikatoren für den Unternehmenswert, v. 11–12/2018, abrufbar unter https://www.finance-magazin.de/research/multiples/ (Abrufdatum: 27.12.2018).
19 *Großfeld/Egger/Tönnes*, Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl. 2016, Rz. 325.
20 *Großfeld/Egger/Tönnes*, Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl. 2016, Rz. 1219.

einem Szenario mit entweder 20 % Umsatzeinbruch oder 10 % Umsatzminus kombiniert mit dem Wegfall eines der fünf größten Kunden (sog. Worst Case) und einem Szenario, das die Bank für realistisch hält (sog. Bank Case). Über die Eintrittswahrscheinlichkeit entscheiden die Zahlen aus der Vergangenheit, wobei eine hohe Planungssicherheit in der Vergangenheit das Vertrauen der Bank in die vorgelegten Zahlen erhöht. In der Praxis neigen Unternehmer dazu, sehr konservativ zu planen und überraschen später umso lieber mit guten Ergebnissen. Im Zusammenhang mit einem angefragten Kredit ist solches Vorgehen nicht anzuraten. Die Zurückhaltung könnte nämlich dazu führen, dass eine unzureichende Finanzkraft eine negative Kreditentscheidung nach sich zieht oder ein dadurch verschlechtertes Rating den Kredit verteuert. Eine dann vorgelegte positivere Planung lässt leicht den Eindruck entstehen, dass nur zu Kreditzwecken anders geplant wird. Auch das Vertrauen in die handelnden Personen wird durch solches Vorgehen negativ beeinflusst.

bb) Finanzierungshorizont

Wir nehmen an, dass ein Unternehmen in der Lage ist, über sieben Jahre einmal seinen Wert zu erwirtschaften. Damit sollen nicht die betriebswirtschaftlichen Ansätze in Frage gestellt werden, vielmehr hat sich in der Bankpraxis dieser Wert verfestigt. Doch woher kommt in diesem Zusammenhang die Zahl „7"? Verfolgt man die betriebswirtschaftliche Literatur,[21] erfährt man vieles über die gängigen Theorien zur Unternehmensbewertung und deren Vor- und Nachteile. So sei bspw. das DCF-Verfahren recht präzise und auch mit einem überschaubaren Aufwand durchzuführen. Aber immer geht es um den Nettozufluss des Cashflows pro Jahr des Planungszeitraums und dessen Abzinsung mit einem Kalkulationszinssatz für Eigenkapitalgeber nach Steuern auf den Transaktionszeitpunkt. Allein die in diesem Satz enthaltenen Parameter sind an Abstraktheit nicht zu überbieten und haben nichts Bildhaftes, das der Praktiker verwenden könnte. Es überrascht nicht, dass – sowohl in der Theorie als auch in der Praxis – über die Berechnung des Netto-Cashflows, den Eigenkapitalzinssatz, sowie die durchschnittliche Unternehmenssteuerbelastung im Planungszeitraum trefflich gestritten wird. Umso mehr überrascht, dass die Theorie für die Zeitreihe lediglich die „Anzahl der Jahre des Planungszeitraums"[22] vorsieht, also die Zahl „7" für den Planungshorizont nicht fixiert ist.[23] Die Sieben begegnet uns im BGB lediglich bei Altersstufen[24] und Personengruppen[25].[26] Allerdings soll die Sieben auch Erfassensgrenze sein. Es gibt Studien, die belegen, dass der Mensch nur sieben unverbundene Zahlen, Buchstaben oder Wörter gleichzeitig erfassen und erinnern kann.[27] Dazu passt auch,

21 Stellvertretend hier *Dahmen* in: Brost/Dahmen/Lippmann, Corporate Banking – Zukunftsorientierte Strategien des Firmenkundengeschäfts, 7. Aufl. 2012, S. 126 ff.; *Großfeld/Egger/Tönnes*, Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl. 2016, Rz. 297 ff.

22 *Dahmen* in: Brost/Dahmen/Lippmann, Corporate Banking – Zukunftsorientierte Strategien des Firmenkundengeschäfts, 7. Aufl. 2012, S. 126, 142.

23 *Dahmen* in: Brost/Dahmen/Lippmann, Corporate Banking – Zukunftsorientierte Strategien des Firmenkundengeschäfts, 7. Aufl. 2012, S. 126 ff., geht von einem „in der Praxis üblichen Planungszeitraum von drei bis fünf Jahren" aus.

24 §§ 104 Nr. 1, 106, 828 Abs. 1, 2 Satz 1, 1903 Abs. 1 BGB.

25 §§ 56 und 59 Abs. 3 BGB.

26 Näher dazu *Großfeld*, Zeichen und Zahlen im Recht, 2. Aufl. 1995, S. 75, 126.

27 *Großfeld*, Zeichen und Zahlen im Recht, 2. Aufl. 1995, S. 131 m. w. N.

dass sich der Schuldner nach dem Entwurf der Insolvenzordnung (InsO) von der Restschuld befreien konnte, wenn er dem Gläubiger sieben Jahre seine Arbeitskraft zur Verfügung stellt.[28] Wenn man aber nur planen kann, was man überschauen, „was man an einer Hand abzählen kann" kommt man zur Sieben, wenn man an einer Hand an den Fingerknöcheln die Vertiefungen mitzählt.[29] Und wenn es „sieben gute (fette) und sieben schlechte (magere) Jahre"[30] gibt, wird man bei einer Sieben-Jahres-Planung wohl den Durchschnitt erfasst haben. Deshalb kann man davon ausgehen, dass der abgezinste Cashflow der nächsten sieben Jahre zum angemessenen Kaufpreis führt. Diese – zugegebenermaßen recht bildhafte – Herleitung deckt sich allerdings wieder mit der abstrakten Zahlenwelt der Betriebswirte, die es für angemessen halten, dass der Betrieb, der in sieben Jahren einmal seinen eigenen Wert erwirtschaftet, das in ihn investierte (Eigen-)Kapital mit 15 % vor Steuern verzinst. Dementsprechend finanzieren Banken in der Praxis Unternehmenskaufpreise bis zu einer Laufzeit von sieben Jahren.[31]

cc) Kritik und Anregungen

Unsere Sicht auf die Theorie und die Praxis der Unternehmensbewertung spornt uns zu zweierlei Kritik an: Zum einen scheinen sich die Verehrer der Zahlen zu wenig darüber bewusst zu sein, dass die Zeitreihe der Betrachtung viel mehr über den Unternehmenswert entscheidet als einzelne Positionen, die in den abzuzinsenden Betrag einbezogen oder nicht einbezogen werden. Deshalb scheint es uns lohnend, den relevanten Zeitraum näher zu betrachten. Zum anderen sind sich die Käufer von Unternehmen oder Anteilen an Unternehmen vielfach nicht im Klaren darüber, dass sie Zukunft kaufen und nicht Vergangenheit. Dementsprechend wird das Ansinnen der Bank, eine Planung zu erstellen, häufig dem Formalismus der Bank zugeschrieben. Vielmehr dient der Planungsprozess vor allem der Bewusstseinsbildung beim Käufer, ob er die Zahlen der Vergangenheit erreichen oder gar übertreffen kann. Auch hier sind individuelle Werttreiber und Risiken zu berücksichtigen. Dazu zählen auch die Strategie und die Zukunftsfähigkeit der Produkte. Zudem verändert eine konservative oder weniger konservative Planung den daraus abgeleiteten Unternehmenswert fallweise erheblich und eröffnet so Spielräume, die die statischen Zahlen der Vergangenheit nicht mehr zulassen. Auch hier helfen bisweilen gemeinsam mit der Bank angestellte Überlegungen.

II. Einfluss auf die Finanzierungsbedingungen

Die Finanzierung des Kaufpreises entscheidet über den Erfolg oder Misserfolg eines angedachten Unternehmenskaufs bzw. einer Investition. Häufig sind Eigenkapital und Bank-

28 § 236 Abs. 2 RegE InsO, BT-Drucks. 12/2443, S. 46.
29 *Großfeld*, Zeichen und Zahlen im Recht, 2. Aufl. 1995, S. 127.
30 Im ersten Buch Mose wird berichtet, dass Pharao von sieben fetten und sieben mageren Kühen träumt (1. Buch Mose 41, 2–4). Der Traum wird dann so gedeutet, dass nach sieben Jahren des Wohlstands sieben Hungerjahre kommen werden. Daher ist rechtzeitig Vorsorge zu treffen (1. Buch Mose 41, 25–36).
31 So bereits *Beckmann/Krämer* in: Wegmann/Wiesehahn, Unternehmensnachfolge, 2015, S. 177, 181.

verbindlichkeiten als Fremdkapital die zwei einzigen Säulen der Finanzierung. Im Folgenden soll deshalb der Einfluss des Unternehmenswerts auf die Fremdkapitalfinanzierung untersucht werden.

Jede Bank verlangt für einen Kredit Sicherheiten. Diese sollen nicht die ordnungsgemäße Kreditrückzahlung ersetzen, sondern die Rückzahlung des Darlehens auch dann gewährleisten, wenn der Schuldner Zins- und Tilgungszahlungen nicht mehr leisten kann. Schlimmstenfalls wird dadurch der Verlust der Bank bei einem möglichen Ausfall des Kunden reduziert. An der Verwertung der Sicherheiten ist die Bank jedoch nicht interessiert. Schließlich gilt es, das Kapital effizient auf die Unternehmen zu verteilen und den vereinbarten Zins und die Tilgung problemlos zu vereinnahmen. Eine Vielzahl der hiesigen Banken ist daher bei der Kreditentscheidung an einer tragfähigen und langfristig ausgerichteten Unternehmensstrategie interessiert. Diese schlägt sich wiederum im Unternehmenswert nieder. Demzufolge kommt der Unternehmensbewertung im Kreditprozess und bei den Finanzierungsbedingungen eine herausragende Rolle zu.

1. Unternehmenswert als primäres Finanzierungskriterium

Beim Unternehmenskauf zeigt der aus den Planzahlen abgeleitete Unternehmenswert den Entscheidungsträgern der Bank, ob der vereinbarte Kaufpreis realistisch ist. Die größte Gefahr für die finanzierende Bank wäre ein überhöhter Kaufpreis.[32] Die damit verbundenen Finanzierungskosten würden die Kapitaldienstfähigkeit des betreffenden Unternehmens beeinträchtigen. Dies ist umso schlimmer, wenn der Kredit mit den Gesellschaftsanteilen besichert ist, denn im Verwertungsfall ist mit dem erzielbaren Verkaufserlös der Kredit nicht zu decken. Demzufolge wird die finanzierende Bank beim Unternehmenskauf zuerst prüfen, ob der angefragte Kaufpreis realistisch erscheint. Sie wird deshalb den Kaufpreis anhand einer eigenen Wertermittlung verifizieren und die Due Diligences (wirtschaftliche, rechtliche und steuerliche Analysen der aktuellen Situation des Unternehmens) einsehen, um eventuelle Risiken zu identifizieren.

Einigen sich die Parteien dennoch auf einen „überhöhten Kaufpreis" kann der Erwerber durch einen erhöhten Eigenmitteleinsatz die Differenz zum „realistischen Kaufpreis" ausgleichen. Darüber hinaus kann in Fällen, in denen eine positive Veränderung des Unternehmenswerts durch den Verkäufer „in der Wurzel" angelegt ist, eine sog. *Earnout-Klausel* gerechtfertigt sein. Hierbei vereinbaren Käufer und Verkäufer einen festen Kaufpreis und ein darüber hinausgehender, variabler Kaufpreis wird von zukünftigen Ereignissen, bspw. der Erreichung eines bestimmten Umsatzzieles, Cashflows, EBIT oder EBITDA, in einer bestimmten Zeitperiode abhängig gemacht.[33] Damit wird der variable Kaufpreis erst dann zur Zahlung fällig, wenn das Ziel erreicht ist und kann aus den dann laufenden Erträgen bedient werden.

Sodann wird die Bank die Finanzierungskraft des Unternehmens, also das Potenzial für Ausschüttungen, Investitionen sowie Zins und Tilgungen für Verbindlichkeiten, überprüfen. Denn während die Banken im klassischen Kreditgeschäft auf die Bonität des Schuld-

32 So bereits *Beckmann/Krämer* in: Wegmann/Wiesehahn, Unternehmensnachfolge, 2015, S. 182.
33 *Dönmez*, NWB 2015, 1714, 1716.

ners abstellen, wird beim Unternehmenskauf auf die künftigen nachhaltig erzielbaren Erträge (Cashflow) des zu erwerbenden Unternehmens abgestellt. Entscheidend ist also nicht die Gewinnprognose, sondern der Cashflow. Je höher dieser ist, desto mehr finanzielle Mittel für Wachstum, Investitionen etc. stehen dem Unternehmen aus sich selbst heraus zur Verfügung. Das betrifft auch mögliche Steueroptimierungen bei der Erarbeitung der Kaufstruktur. Diese dienen primär der Erhöhung des Cashflows und erst sekundär der Steuerersparnis. Nur wenn der Erwerber mittels Planungsrechnung zeigen kann, dass der Kapitaldienst auch im Worst Case darstellbar ist, ist eine Finanzierungszusage sehr wahrscheinlich.

Kann der Kapitaldienst hingegen nur knapp erbracht werden, wird die angefragte Bank mit einer Finanzierungszusage sehr vorsichtig sein. Eine Ausweitung von Sicherheiten würde der Logik, die Finanzierung auf die Finanzkraft des Zielunternehmens abzustellen, zuwiderlaufen. In dieser Konstellation könnte ein Verkäuferdarlehen sinnvoll sein. Ein solches dient der (zumindest teilweisen) Stundung des Kaufpreises durch den Verkäufer und ist grundsätzlich nachrangig im Verhältnis zum Bankdarlehen. Zum Schutz des Verkäufers sollte das Verkäuferdarlehen besichert werden.

Im Ergebnis können durch die Unternehmensbewertung ein „überhöhter Kaufpreis" oder eine „enge Finanzierung" dem Kunden transparent gemacht werden.

2. Unternehmenswert als sekundäres Finanzierungskriterium

Bei jeder Kreditvergabe prüft die Bank, ob die vom Kunden angebotenen Sicherheiten werthaltig sind. Wird für das beantragte Darlehen eine Verpfändung von Gesellschaftsanteile erwogen, muss das Unternehmen, dessen Gesellschaftsanteile als Sicherheit dienen sollen, bewertet werden. Der Sicherheitenwert sollte dann oberhalb der Darlehenssumme liegen. Ist das nicht der Fall, wird die Bank – insbesondere vor dem Hintergrund der eigenkapitalmindernden Anrechnung von Kreditsicherheiten durch Basel III[34] – weitere Sicherheiten vom potenziellen Kreditnehmer verlangen. Anderenfalls muss sie den Zinssatz gemäß den Richtlinien der Eigenkapitalanforderungen nach Basel II deutlich erhöhen. Können keine weiteren Sicherheiten gestellt werden, droht gar eine Kreditablehnung.

III. Einfluss auf die Kundenbeziehung

Aus den Planzahlen in Verbindung mit den historischen Zahlen der vergangenen drei Jahre, dem Geschäftsmodell des Unternehmens mit seinen Produkten oder Dienstleistungen und der Strategie des Unternehmens und seiner Gesellschafter gewinnt die Bank den Unternehmenswert. Da wäre es fast schade, wenn bei so vielen Erkenntnissen und so viel Arbeit „nur" eine Finanzierung des Unternehmenskaufs bzw. der Investition dabei heraus käme. Vielmehr sollten diese Informationen Einfluss auf die gesamte Geschäftsbeziehung zwischen dem Unternehmer bzw. dem Unternehmen und ihrer Bank haben.

---

34 Generell gilt, dass der besicherte Teil eines Kredits mit weniger oder gar nicht mit Eigenkapital zu unterlegen ist. Näher dazu *Bundesverband deutscher Banken e. V.*, Basel III – die Folgen für den Mittelstand, 2. Aufl. 2013, S. 17.

1. Risikoeinschätzung

Wie bereits dargestellt, berechnet die Bank den Unternehmenswert auf Basis der Plandaten des Unternehmers. Um diese Daten bewerten zu können, ist es erforderlich, die Produkte bzw. Dienstleistungen des zu bewertenden Unternehmens und das zugrunde liegende Geschäftsmodell zu kennen. Ergänzt wird dies durch die Bewertung der Unternehmensstrategie und die Strategie der Gesellschafter. All das führt dazu, dass die Bank nicht nur subjektiv, sondern auch objektiv sehr gut informiert ist und dadurch das Risiko in Bezug auf das Unternehmen sehr gut einschätzen kann. Das sollte dann nicht nur bei der Finanzierung des Unternehmenskaufs, sondern auch bei weiteren Finanzierungen hilfreich sein. Schließlich zeigt der aus den Planzahlen abgeleitete Unternehmenswert auch das mögliche Verschuldungspotenzial des Unternehmens und damit die Möglichkeiten von weiteren Krediten wie z. B. einer Investitionsfinanzierung. Dies verkürzt dann die Entscheidungsdauer.

Andererseits kann sich die Risikoeinschätzung der Bank auch auf die Vertragsgestaltung auswirken. Dies zeigt sich bei der Gestaltung der Covenants. Zeigt die Planung eine eher enge Finanzierung, so wird sich die finanzierende Bank vermehrt und auch unterjährig über die Entwicklung bestimmter betriebswirtschaftlicher Kennzahlen informiert halten wollen. Gleichzeitig muss der Darlehensnehmer in seinem Unternehmen bestimmte Finanz- und Ertragskennzahlen einhalten – ein Frühwarnsystem, primär für den Kreditnehmer, aber auch für die Bank, um das originäre Kreditrisiko einzuschränken. Zu den Financial Covenants zählen häufig die Eigenkapitalausstattung, der Verschuldungsgrad und der Zinsdeckungsgrad. Darüber hinaus lassen sich die Banken garantieren, dass der Darlehensnehmer bestimmte Handlungen nicht oder nicht ohne Zustimmung der finanzierenden Bank durchführt. Zu diesen Non Financial Covenants zählen bspw. die Zusicherung gesellschaftsrechtlicher Erfordernisse, die Pari-Passu-Klausel[35] oder die Negativerklärung.[36]

2. Weiteres Cross-Selling

Mit den aus der Unternehmensbewertung gewonnenen Erkenntnissen steigt auch die Beratungskompetenz der Bank, was wiederum die Chance auf Cross-Selling-Erträge erhöht. Sowohl die Käufer- als auch die Verkäuferseite können Ertragsbringer sein. Voraussetzung ist eine ganzheitliche Beratung des Kunden.

Die Bank des Käufers hat die Chance, den Unternehmenskauf zu finanzieren. Zudem kennt sie die Strategie des Kunden und hat so die Aussicht, ihn bei weiteren Schritten zu begleiten. Neue Geschäftsfelder und geografisch veränderte Märkte oder Lieferantensitu-

35 Im Insolvenzfall des Kreditnehmers wird durch diese Klausel der Gleichrang für den Kreditgeber gegenüber dritten Gläubigern hergestellt. Wenn der Kreditnehmer nach Vereinbarung einer Pari-Passu-Klausel einem Dritten eine Sicherheit bestellen möchte, so hat er dem Kreditgeber eine gleichwertige Sicherheit anzubieten.

36 Mit der Negativerklärung untersagt der Kreditgeber dem Kreditnehmer die Belastung von Vermögen zugunsten eines Dritten. Vorsicht ist angebracht, da es sich bei der Negativerklärung nur um eine schuldrechtliche Verpflichtung handelt, die keinerlei Wirkung gegenüber Dritten entfaltet. Dem Kreditgeber stünde damit eine Vertragskündigung aus wichtigem Grund nach § 314 BGB zu.

ationen sind nur drei Beispiele, die erkennen lassen, ob und wann die nächsten Investitionen ins Haus stehen und ob Finanzierungen benötigt werden. Mit einer kompetenten Beratung sichert sich die den Unternehmenskauf finanzierende Bank aber nicht nur die in der Zukunft anstehenden Geschäfte mit dem Unternehmen.

Ganzheitlich orientierte Berater werden auch den Gesellschafter als Privatperson im Blick haben. Die Planzahlen enthalten schließlich auch Informationen über Geschäftsführergehälter, Ausschüttungen an die Gesellschafter und Vorsorgeaufwand, wie bspw. Pensionszusagen und weisen damit auf Bedarfe für private Altersabsicherungen und Vermögensanlagen hin.

Die Bank des Verkäufers wird einen Unternehmenskunden verlieren und kann gleichzeitig einen Privatkunden in der Anlageberatung bzw. Vermögensverwaltung gewinnen. Hierzu ist es wichtig, den Unternehmenskunden in regelmäßigen Zeitabständen nach der Unternehmens- und Familienstrategie zu befragen. Auch das Angebot einer (Unternehmens-) Nachfolgeberatung könnte helfen. Ein Verkauf des Unternehmens zeichnet sich bspw. ab, wenn der Unternehmer 60 Jahre alt ist und keinen familieninternen Nachfolger hat.

3. Kundenbindung

Unabhängig von allen Produktansätzen – sei es unmittelbar im Zusammenhang mit der Finanzierung oder im Bereich des Cross Sellings – gibt eine fundierte Unternehmensbewertung der Bank die Chance, den Kunden stärker als zuvor an sich zu binden. Eine solche Bindung wird nur durch eine gute Beratung erreicht und gerade hier fließen die Erkenntnisse ein, die die Bank bei der Unternehmensbewertung gewonnen hat.

Schon mit Einführung von Basel II hatte die Kommunikation zwischen Unternehmer und Bank zur Eigenkapitalquote, den Sicherheiten und den Finanzkennzahlen zugenommen. Mit Basel III erhält sie noch weiteres Gewicht. Gerade Unternehmen mit mittlerem Rating, in der Praxis die meisten Mittelständler, müssen mit höheren Anforderungen an Transparenz, Sicherheiten und Nebenabreden rechnen. Die Kreditkonditionen werden stärker als zuvor an der Bonität und dem Rating des Unternehmens ausgerichtet. Durch Optimierung der bonitätsrelevanten Kriterien kann der Unternehmer seine Finanzierungskosten mitgestalten. Hier setzen einige Bankhäuser an und bieten eine sog. ratingorientierte Beratung an.[37] Diese informiert darüber, welche Faktoren für die Einschätzung von Bedeutung sind[38] und welchen Einfluss die Faktoren auf das individuelle Rating haben. Es werden die Stärken und die Schwächen des Unternehmens besprochen und mögliche Verbesserungen, wie bspw. Liquiditätsmanagement durch Mahnwesen, Verkürzung von

37 Vgl. *Commerzbank-Konzern*, Geschäftsbericht 2006, S. 101.

38 Das Rating setzt sich aus harten und weichen Faktoren zusammen. Zu den harten Faktoren zählen bspw. die Ertragskraft des Unternehmens, die Gesamtleistungsrentabilität, die Kapitalbindungsdauer, der Zinsdeckungsgrad, die Eigen- und Fremdkapitalquote sowie die Zinsaufwandsquote. Zu den weichen Faktoren gehören bspw. die Konditionierung des Managements für Krisenzeiten, Qualifizierung und berufliche Erfahrung des Managements sowie Abhängigkeiten vom Markt, Wettbewerb und Branche.

Zahlungszielen und reduzierte Lagerhaltung, aber auch eine notwendige Nachfolgeregelung[39] diskutiert.

Idealerweise betreut die Bank den Kunden über Lebens- und Unternehmenszyklen hinweg. Findet der Kunde einen kompetenten Berater, wird ein intensiver Kontakt und fachlicher Austausch für mehr Kundenbindung sorgen.

IV. Zusammenfassung

Großfeld schreibt:

> „Wir sprechen von Weltbild, Weltsicht, Weltanschauung, von Menschen- und Ordnungsbild, von Bildung – verbinden also alle großen Haltungen mit dem Bild. [...] Wir 'sehen ein', sollen uns nichts 'einbilden', aber doch 'gebildet' werden. Wir lehren, dass man ‚anschaulich', ‚bildhaft' sprechen solle, dass man etwas ‚einsichtig' machen, jemanden ‚ins Bild setzen' möge, dass 'ein Bild mehr sagt, als tausend Worte'."[40]

Das Bildhafte beschäftigt uns auch bei der Unternehmensbewertung, weil wir in der Praxis gelernt haben, dass uns die in Zahlen ausgedrückte Genauigkeit allein nicht zum richtigen Ergebnis führt.

Die Berührungspunkte der Bankarbeit mit der Unternehmensbewertung sind vielfältiger als gemeinhin bekannt. Sie reichen vom Privatkundengeschäft über das Firmenkundengeschäft bis hin zum Investment Banking. In diesem Beitrag haben wir uns den Fragen rund um die Finanzierung, vorwiegend im Firmenkundenbereich, gewidmet. Dabei geht es zumeist um Kredite anlässlich eines Unternehmens- oder Anteilskaufs oder um solche, bei denen Unternehmensanteile als Sicherheit dienen sollen. Die Bank hat dabei das primäre Interesse, einen realen Wert zu finanzieren und im Verwertungsfall ausreichend besichert zu sein. Solange dieser Fall nicht eintritt, hat vor allem der Kunde etwas von dieser Sicherheit, denn nach den Regeln der risikoangemessenen Preisgestaltung kann ihm die Bank für den besicherten Kreditteil bessere Konditionen gewähren.

In der Praxis gehen die Banken vom Fortbestand des Unternehmens aus und beginnen bei der Bewertung des Unternehmens als Ganzem. Mangels gesetzlicher Vorgaben stehen grundsätzlich verschiedene Methoden zur Auswahl. Der Substanzwert als Rekonstruktionswert und der Liquidationswert, der die Zerschlagung des Unternehmens abbildet, scheiden zur Wertbestimmung im Zusammenhang mit einer beantragten Finanzierung aus. Von den in Frage kommenden Ertragswertverfahren verdient die DCF-Methode den Vorzug, weil sie ausreichend genau und mit einem überschaubaren Zeitaufwand zu bewältigen ist. Gleichwohl können auch Multiplikatorenverfahren eingesetzt werden, da sie – von einem erfahrenen Praktiker angewendet – in kürzester Zeit zu akzeptablen Ergebnissen führen.

Bei der Abwägung zwischen verschiedenen Methoden geht es darum, welche „Formel" zum anscheinend richtigen Ergebnis führt. Dabei wird oft verkannt, dass die Zeitreihe der Betrachtung vielmehr den Unternehmenswert beeinflusst als einzelne Positionen, die in

---

39 Zur Abhängigkeit zwischen Rating und einer geregelten Unternehmensnachfolge im einzelnen *Beckmann*, Kredit & Rating Praxis 3/2014, 12 ff.

40 *Großfeld*, Bildhaftes Rechtsdenken, 1995, S. 23.

den abzuzinsenden Betrag einbezogen werden. Doch im Ergebnis sind sich Theoretiker und Praktiker hierbei einig: In sieben Jahren erwirtschaftet ein Unternehmen einmal seinen eigenen Wert. Deshalb ist eine realistische Planung über möglichst sieben Jahre von entscheidender Bedeutung. Eine solche Planung dient primär der Bewusstseinsbildung beim Kunden und gibt die Möglichkeit, Spielräume auszunutzen.

Als Finanzierungskriterium hat der Unternehmenswert Einfluss auf die Kreditgewährung als solche, die Konditionen und die Vertragsgestaltung.

Aber all die Mühe lohnt: Die Plandatenerstellung, die Bewertung der Produkte und Dienstleistungen, das Hinterfragen der Strategie und des Geschäftsmodells führen zur gewünschten Finanzierung. Darüber hinaus hat die Bank aufgrund der einbezogenen Details eine Sicht auf das Unternehmen, die weitere Finanzierungen und Cross Selling möglich macht. Außerdem erzielt die Bank mit fundierter Beratung einen hohen Kundenbindungseffekt.

Und *Großfeld* liefert dazu auch ein passendes Schlusswort:

> „Hier wie sonst im Recht müssen wir Abstraktes und Bildhaftes auf die Waage legen und im Gleichgewicht halten. [...] Unsere abstrakten Werkzeuge reichen nicht für die Ungewissheiten und Verflechtungen des Leben, die wir als Juristen ordnen möchten. ‚Dafür müssen wir zuerst die menschliche Vernunft in ihrer bildhaften Kraft wieder entdecken'. Sonst sind wir unseren eigenen Institutionen blind ausgeliefert."[41]

Dem ist auch für die Unternehmensbewertung nichts hinzuzufügen.

41 *Großfeld*, Bildhaftes Rechtsdenken, 1995, S. 80.